

PŘEHLEDY

MDT: 336.748;338.23:336.74

klasifikace JEL: E58, E52, P20

klíčová slova: konvergence – měnový kurz – monetární politika

Kurzová konvergence a vstup do eurozóny III Vybrané problémy nových členských zemí EU

Zdeněk ČECH – Roman HORVÁTH* – Luboš KOMÁREK

1. Úvod

Proces příprav na zavedení eura a na volbu kurzové strategie v jednotlivých nových členských (kandidátských) zemích v sobě zahrnuje jak aspekty institucionální, tak aspekty ekonomické. Otázkou institucionálních faktorů jsme se zabývali v prvním díle našeho seriálu (Čech – Komárek, 2002a). Zde bylo zdůrazněno, že volba kurzové strategie musí vzít v úvahu dva rozdílné, avšak související cíle. Kurzová strategie musí od okamžiku přistoupení k EU jednak být v souladu s *acquis communautaire* a jednak musí být konzistentní s ostatními makroekonomickými a strukturálními politikami. Druhý díl seriálu (Čech – Komárek, 2002b) se věnoval diskuzi kurzových zkušeností „starých“ členských zemí Evropské unie (EU 15), resp. eurozóny, s prováděním kurzové politiky v mechanismu ERM/ERM2 (*Exchange Rate Mechanism*) a s vyhodnocením kurzové stability před přistoupením k eurozóně. Jeho obsahem byla rovněž sumarizace motivací pro účast v tomto kurzovém mechanismu a propoččet aproximující vyhodnocení kritéria kurzové stability, který byl dán do souladu s vývojem úrokových diferenciálů.

Námětem třetího dílu seriálu je komparace dosavadních kurzových zkušeností nových členských (kandidátských) zemí EU, včetně stručné diskuze kurzových determinant, zahrnující i hypotetický propoččet kritéria kurzové stability. Nejprve budeme segmentovat relativně heterogenní soubor nových členských (kandidátských) zemí; to nám umožní lépe analyzovat kurzové zkušenosti těchto zemí a jejich záměry v souvislosti s připravovanou účastí v kurzovém mechanismu ERM2. Kurzová volatilita bude analyzována zejména v souvislosti s vývojem úrokových diferenciálů – ve dvou hypotetických obdobích, jež odpovídají minimální délce setrvání v ERM2. Zde se budeme rovněž snažit ukázat analogii s vyhodnocením kritéria kurzové stability, které bude evropskými autoritami (Evropskou komisí a Evropskou centrální bankou) provedeno před vstupem do eurozóny.

Článek je organizován následovně. V druhé části jsou popsány kurzové

* Česká národní banka (zdenek.cech@cnb.cz), (lubos.komarek@cnb.cz), (roman.horvath@cnb.cz)

strategie nových členských (kandidátských¹) zemí EU. Třetí část diskutuje hlavní faktory, které ovlivňovaly pohyb měnových kurzů v těchto zemích. Čtvrtá část analyzuje problematiku nastavení centrální parity v kurzovém mechanismu ERM2. V příloze jsou ukázány vývoje kurzových a úrokových diferencíálů a jsou rovněž rámcově ilustrovány záměry kurzové strategie analyzovaných zemí, tak jak byly vypracovány jejich národními autoritami na základě strategií prezentovaných v tzv. *předvstupních hospodářských programech*; ty se po vstupu kandidátských zemí do EU transformovaly do tzv. *konvergenčních programů*.

2. Kurzové strategie nových členských (kandidátských) zemí EU

2.1 Kurzová „historie“

Skupina současných nových členských (kandidátských) zemí je, nejen z hlediska aplikovaných kurzových strategií, skupinou relativně heterogenní. Zdroje této heterogenosti vyplývají ze zmíněných výchozích podmínek,² které se odrazily v existenci – pomíneme-li specifčnost kurzové konvergence Kypru a Malty – dvou typových kurzových strategií. První vytvořily *vyspělejší země* (zejména Česká republika, Maďarsko, Polsko a Slovensko – *graf P8*), které po počáteční devalvaci poměrně rychle zavedly vnitřní směnitelnost měny (zejména Česká republika) a aplikovaly relativně fixovanější kurzová uspořádání. V důsledku zavádění reformních kroků, přijatého schématu měnové politiky a/nebo domácího a zahraničního ekonomického vývoje byly posléze nuceny změnit tento typ kurzových režimů na uspořádání volnější. S určitým zjednodušením lze tvrdit, že v důsledku relativně velkého přílivu zahraničních investic a pozitivního úrokového diferenciálu převyšujícího rizikovou prémii dané země se stal fixní kurzový režim neudržitelným. Z vyspělejších nových členských zemí byla mírně odlišná kurzová strategie země s nejvyšší ekonomickou úrovní – Slovinsko. Hlavním důvodem zavedení plovoucího měnového kurzu na počátku 90. let 20. století byla skutečnost, že Slovinsko mělo nedostatek zahraničních rezerv, způsobený rozpadem Jugoslávie (z počátku nulové rezervy) a rovněž zděděnou vysokou inflací, převyšující 200 % ročně. V takových podmínkách by zavedení fixního měnového kurzu bylo pro Slovinsko zřejmě méně výhodné.

Oproti tomu v relativně *méně vyspělých tranzitivních zemích* (např. Estonsku, Litvě, Lotyšsku či Bulharsku – *graf P7 a P9*) byly na počátku transformace uplatněny rozdílné kurzové strategie; tyto země byly kvůli nedostatku zahraničních rezerv nutných na „obranu“ fixního měnového kurzu, nízké kredibilitě nově vytvořené centrální banky a celého systému ko-

¹ Do této skupiny byly zahrnuty z kandidátských zemí EU k 1.1. 2005 Bulharsko, Rumunsko a Turecko.

² Ty zahrnovaly vytváření samostatných dějin u dnešních pěti nových členských zemí. Rozpad Sovětského svazu znamenal pro pobaltské státy nutnost řešit – z hlediska kurzové problematiky – vystoupení z měnové unie Sovětského svazu a vytvořit (znovu vytvořit) centrální banku a národní měnu. Obdobnou zkušenost má ze zkoumaného spektra zemí i Slovinsko a dva nástupnické státy bývalé České a Slovenské Federativní Republiky.

TABULKA 1 Segmentace nových členských (kandidátských) zemí ^a

skupina E	skupina F	skupina G
Estonsko	Česká republika	
Litva	Maďarsko	Bulharsko
Lotyšsko	Polsko	Rumunsko
Kypr	Slovensko	Turecko
Malta	Slovinsko	
<i>země s fixním kurzovým uspořádáním</i>	<i>země s volnějším kurzovým uspořádáním</i>	<i>země s pozvolným asociačním procesem k EU</i>

poznámka: Pro komplexnost pohledu je možné vyčlenit ještě další skupinu, pracovníě nazývanou *skupina H* – jde o země, které verbálně či neformálně projevily zájem výhledově se do EU integrovat, ale které zatím nemají statut tzv. kandidátské země. Jedná se především o zbývající země bývalé Jugoslávie (zejména Chorvatsko), Albánie, Bělorusko, Moldavsko, Ukrajinu, případně další země bývalého Sovětského svazu, a země projevující snahu o bližší integraci s EU (některé severoafrické země atd.). Alternativním členěním by bylo členění podle statistik Mezinárodního měnového fondu (*International Financial Statistics*).

merčního bankovníctví nuceny zavedení pevnějšího kurzového uspořádání odložit. Tento „experiment“ však v konečném důsledku vyústil v akceleraci inflace a v nepříznivý hospodářský vývoj (zejména v Bulharsku). Státní orgány proto následně přešly k pevnějším kurzovým uspořádáním (měnové výbory s referenční měnou DEM/EUR u Bulharska, USD a posléze EUR u Litvy a pevný kurz u Lotyšska). Nicméně se prokázalo, že měnové výbory, zejména pro Estonsko a Litvu, byly dobrou volbou. Rovněž bulharská zkušenost je velmi pozitivní, neboť v období akcelerující inflace měnový výbor podstatně přispěl k navození makroekonomické stability.

2.2 Kurzová konvergence a segmentace zemí

Při zkoumání kurzové problematiky transformujících se zemí lze vypozařovat dva společné body. Prvním byla značná nejistota o rovnovážné úrovni nominálního měnového kurzu na počátku ekonomických reforem, druhým je otázka nalezení neodvolatelného přepočítacího koeficientu měn těchto zemí k euru. Mezi těmito dvěma časovými body, které všem kandidátským zemím vymezily často vágní střednědobý hospodářskopolitický horizont, jednotlivé země uplatňují různé kurzové strategie s cílem nominálně, reálně a institucionálně konvergovat k západoevropským členům EU a eurozóny.

V této části použijeme postup obdobný jako v (Čech – Komárek, 2002b).³ Svou pozornost však zaměříme místo členů EU-15 na analýzu avizovaných kurzových strategií tranzitivních zemí. Pracovně tyto země nejprve rozdělíme do tří skupin (*tabulka 1*), které by měly odrážet kurzovou historii těchto

³ Zde byla vymezena skupina A – země silně ovlivněné vazbou na DEM (země Beneluxu, Francie a Rakousko), skupina B – země, které využily kurzovou politiku jako nástroj makroekonomické stabilizace (Portugalsko, Španělsko, Irsko a Řecko), skupina C – země s relativně krátkou periodou působení v ERM/ERM2 (Finsko a Itálie) a skupina D – nečlenské země eurozóny (Dánsko, Švédsko a Velká Británie).

TABULKA 2 Kurzová volatilita nových členských (kandidátských) zemí EU oproti EUR – flukuační rozpětí oproti jednoletému průměrnému kurzu

skupina	země	měna	období I		období II	
			(1–2 roky před vstupem)		(3–4 roky před vstupem)	
			aritmetický průměr (absolutní hodnoty; v %)	směrodatná odchylka	aritmetický průměr (absolutní hodnoty; v %)	směrodatná odchylka
skupina E	Estonsko	EEK	0,00	0,00	0,00	0,00
	Litva	LTL	0,00	0,51	2,94	1,11
	Lotyšsko	LVL	3,65	0,55	14,65	0,82
	Kypr	CYP	1,51	0,29	0,53	0,08
	Malta	MTL	4,00	0,41	1,53	0,34
skupina F	Česká republika	CZK	2,44	0,86	5,91	0,84
	Maďarsko	HUF	3,53	0,92	3,16	0,81
	Polsko	PLN	6,37	0,55	19,25	0,82
	Slovensko	SKK	2,20	0,71	5,32	0,31
	Slovinsko	SIT	1,69	0,25	8,23	0,47
skupina G	Bulharsko	BGN	0,14	0,03	0,14	0,05
	Rumunsko	ROL	7,67	0,28	35,22	0,94
	Turecko	TRL	63,20	13,47	32,10	24,31

poznámky: kalkulace na základě měsíčních dat; referenčním kurzem byl průměrný kurz vůči DEM (EUR) před hypotetickým zavedením eura (k 30. červnu 2004); období I = 0 až 24 měsíců před hypotetickým zafixováním centrální parity v rámci eurozóny; období II = 25 až 48 měsíců před hypotetickým zafixováním centrální parity v rámci eurozóny.

zdroje: Eurostat; CD-ROM IMF-IFS; výpočty autorů

zemí. *Skupina E* zahrnuje země, které v současné době uplatňují pevnější kurzové uspořádání, *skupina F* zahrnuje naopak země se současným volnějším kurzovým uspořádáním. Do *skupiny G* jsme zařadili tři kandidátské země s relativně delším časovým horizontem před jejich přistoupením k EU (zejména případ Turecka).

Kurzová historie jednotlivých zemí skupin E, F a G se pochopitelně promítla do výše volatility jejich nominálních měnových kurzů;⁴ ty ve shodné metodice jako v (Čech – Komárek, 2002b) prezentuje *tabulka 2* a *3*. Hodnoty jsou propočteny pro dvě dvouletá období, na která se můžeme dívat jako na časovou periodu před účastí v ERM2 a v době účasti v ERM2. Období I označuje časovou periodu 0–24 měsíců a období II časovou periodu 25–48 měsíců před fiktivním zavedením eura (zde k 30. 6. 2004). Zmíněná „neformální vůdčí role DEM/EUR“, která je *de jure* potvrzena měnovým uspořádáním v pobaltských zemích, Bulharsku, ale i kurzovou politikou

⁴ Podle vývoje nominálního měnového kurzu jednotlivých nových členských (kandidátských) zemí vůči euru je lze rovněž rozdělit podle společných znaků na ty, které od počátku roku 1993 do současnosti převážně nominálně apreciovaly, nominálně depreciovaly nebo byly (z definice svého kurzového režimu) vůči kurzům DEM/EUR nebo ECU/EUR stabilní.

TABULKA 3 Vyhodnocení kritéria kurzové stability za období 2002/07 až 2004/06

skupina	země	měna	minimum (v %)	maximum (v %)	centrální parita oproti EUR
skupina E	Estonsko	EEK	0,00	0,00	15,65
	Litva	LTL	-0,02	0,01	3,45
	Lotyšsko	LVL	-9,80	2,58	0,65
	Kypr	CYP	0,10	2,25	0,59
	Malta	MTL	0,02	3,37	0,43
skupina F	Česká republika	CZK	-7,94	2,15	32,29
	Maďarsko	HUF	-8,49	2,62	257,98
	Polsko	PLN	-14,52	4,92	4,63
	Slovensko	SKK	-2,37	8,81	40,89
	Slovinsko	SIT	-4,35	1,05	236,88
skupina G	Bulharsko	BGN	0,01	0,33	1,95
	Rumunsko	ROL	-18,33	3,80	300,14
	Turecko	TRL	0,01	8,31	1678888,92

poznámky: kalkulace na základě měsíčních dat; maximum = zhodnocení měny; minimum = znehodnocení měny; Referenčním kurzem byl průměrný kurz vůči DEM (EUR) před hypotetickým zavedením eura (k 30. červnu 2004);

Při výpočtu bylo použito přímého kotování měnových kurzů, tj. (-) značí apreciaci, (+) značí deprecii.
zdroje: Eurostat; CD-ROM IMF-IFS; výpočty autorů

ostatních nových členských (kandidátských) zemí, byla opět využita jako referenční měna.

Tabulka 2 indikuje volatilitu měnových kurzů sledovaných zemí (aritmetický průměr absolutních hodnot odchylek od centrální parity, směrodatná odchylka), a to jak v ekonomicko-geografickém (skupiny zemí E, F a G), tak i časovém členění (období I a II).

Tabulka 3 zachycuje maximální odchylky měnového kurzu sledovaných zemí vůči centrální paritě v období dvou let před fiktivním přistoupením k eurozóně. Opět tedy jde o určitou analogii s vyhodnocení kritéria kurzové stability, které bude evropskými centrálními orgány (Evropskou komisí a Evropskou centrální bankou) provedeno před vstupem do eurozóny.

2.2.1 Skupina E – země s fixním kurzovým uspořádáním

První skupinu nových členských zemí tvoří pobaltské a malé středozemní ekonomiky, tj. země, které uplatňují měnové výbory k DEM/EUR (Estonsko od roku 1992, Litva od února 2002)⁵ nebo jejichž kurz je vymezen oproti referenčním měnám v úzkém fluktuačním pásmu (Malta, Kypr). Jejich zvolené měnověpolitické uspořádání implikuje nízkou volatilitu měnových kurzů, což potvrzují námi provedené kalkulace (tabulka 2). Výpočty naznačují vyšší kurzovou volatilitu oproti DEM/EUR pouze v případě Lotyšska, pro jehož kurzový systém byly referenční měnou USD, resp. SDR (ta-

⁵ Lotyšsko fixovalo svoji měnu k euru od ledna 2005.

bulka 3). Vývoj měnových kurzů a úrokových diferenciálu zemí skupiny E prezentují grafy *Přílohy 1 (graf P1 a P2)*. Zde je ukázáno, že vedle „definiční“ kurzové stability existují ke konci června 2004 dvě země s relativně vyšším úrokovým diferenciálem (kolem 2,5 p.b. oproti eurozóně) – Kypr a Lotyšsko.

2.2.2 Skupina F – země s volnějším kurzovým uspořádáním

Druhá skupina nových členských zemí je tvořena postkomunistickými zeměmi s relativně vyšší ekonomickou úrovní. Vyšší kurzová volatilita jejich měn je srovnatelná s některými reálně konvergujícími členskými zeměmi EU (Portugalsko, Španělsko, Irsko a Řecko) před zavedením eura. V případě České republiky téměř neexistuje úrokový diferenciál oproti eurozóně od druhé poloviny roku 2002 do současnosti (*graf P3b* připomíná i období negativního úrokového diferenciálu), rovněž stabilita průměrného kurzu koruny oproti hlavním světovým měnám v celém transformačním období je oproti vývoji ostatních měn nových členských zemí relativně ojedinělá. Podobnost lze v posledních několika letech sledovat také u Slovenska a Maďarska. Pokud by se stabilitou rozuměla relativní absence volatility měnového kurzu, pak by úspěšně mohlo být hodnoceno rovněž Slovinsko⁶ – známé svou originální kurzovou politikou (neformální cílování reálného efektivního kurzu) – *graf P4a*. Kurz polského zlatého vykazoval relativně vyšší volatilitu oproti euru v porovnání s ostatními zeměmi této skupiny. Podstatný rozdíl přetrvává u úrokového diferenciálu, který je stále relativně vysoký, zejména v případě Maďarska (*graf P4b*). Ekonomickou úroveň skupiny F dokresluje *graf P8*.

2.2.3 Skupina G – země s pozvolným asociačním procesem

Zbývající skupinu tvoří kandidátské země, které jsou stále ekonomicky vzdálené zemím EU, a zejména zemím eurozóny. Jde o Bulharsko, Rumunsko a Turecko. Všechny tyto země vykazují poměrně nízkou ekonomickou úroveň (*graf P9*). Zejména Bulharsko se však od ustavení měnového výboru v roce 1997 vyznačuje znatelně lepšími ukazateli (stabilizace inflace, standardní úrokový diferenciál vzhledem k Německu atd.). Z tohoto pohledu jsou výsledky Bulharska srovnatelné s výsledky zemí skupiny E, tj. stabilní kurz k DEM/EUR a velmi nízký úrokový diferenciál. Přesto Bulharsko v asociačním procesu k EU významně dále nepokročilo. Výrazně hůře z hlediska tohoto kritéria vycházejí výsledky Rumunska, a zejména Turecka, které bylo v roce 2001 postiženo hyperinflační spirálou. Rychlé tempo znehodnocení turecké liry a velmi výrazný úrokový diferenciál lze vyčíst z *grafu P6a a P6b*. Nejnovější turecké makroekonomické ukazatele však naznačují

⁶ Přestože je Slovinsko „nejbohatší“ ekonomikou ze skupiny bývalých socialistických ekonomik (*graf P8*), významná část hospodářské transformace zemí teprve čeká. Skutečností však je, že nedokončená privatizace mohla mít – ve srovnání s ostatními kandidátskými zeměmi – vliv na úroveň přílivu zahraničního kapitálu do Slovinska, a tím vliv na kurzovou „historii“ tolaru. Coricelli, Jazbec a Masten (2004) argumentují, že země, které takto neformálně cílí reálný kurz, trpí vyšší než optimální inflací.

zvládnutý proces makroekonomické stabilizace, kdy inflace od roku 2004⁷ se zdá být udržitelná na jednociferných hodnotách.

Výše provedená segmentace zemí včetně poznatků prezentovaných v (Čech – Komárek, 2002b) ukazují, že hospodářské politiky před přistoupením k eurozóně neomezují fluktuaci měnového kurzu jen s rostoucí integrací, podobnou ekonomickou strukturou a sbližujícím se hospodářským cyklem. Důležitým faktorem je rovněž ekonomická úroveň, která rámcově odráží konvergenci reálnou. Ekonomiky konvergující v reálném vyjádření k jádru eurozóny přirozeně vykazují reálnou apreciaci měnového kurzu, tak jak to bylo formulováno Balassovým-Samuelsonovým efektem. V případě stlačení inflace k hodnotám konzistentním s konvergenčním kritériem je to právě měnový kurz, přes který prochází většina přizpůsobení; a to právě zároveň stlačuje inflaci k nižším hodnotám. Pro většinu tranzitivních zemí je před přistoupením k eurozóně relevantním referenčním případem kurzová konvergence Řecka, i když i ta vykazovala diskutabilní kroky (načasování změn centrální parity v ERM2, načasování zavedení eura atd.). Otevřenou otázkou rovněž zůstává udržitelnost tzv. měnových výborů, které navíc fungují v zemích s relativně nízkou ekonomickou (důchodovou) úrovní. Zde se ovšem ukazuje, že mezi jednotlivými ekonomikami existují rozdíly ve velikosti a četnosti měnových tlaků. Horváth (2003) odhaduje intenzitu měnových tlaků v zemích střední a východní Evropy a dochází k závěru, že např. jejich velikost v Estonsku byla srovnatelná s novými členskými zeměmi uplatňujícími volnější kurzová uspořádání. Naopak, pro ostatní země s fixním kurzovým režimem (či měnovým výbo-rem) byl zmiňovaný rozsah měnových tlaků mnohem větší než pro země s plovoucím kurzem.

2.3 Kurzová volatilita a fundamentální determinanty

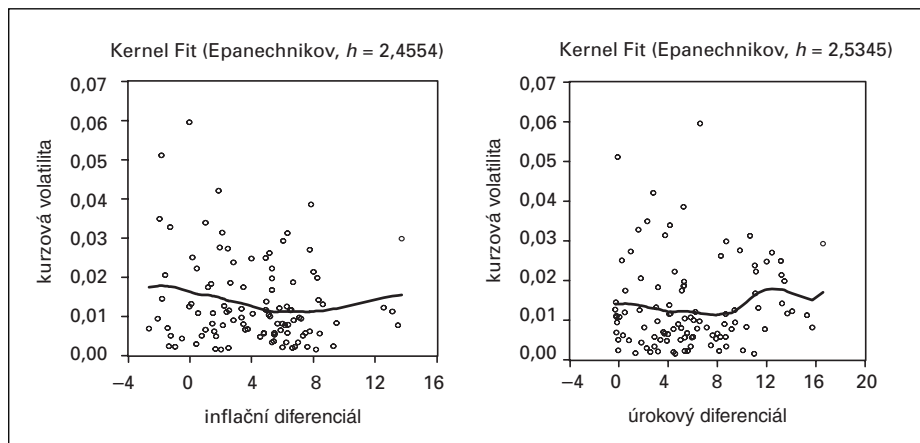
Bayoumi a Eichengreen (1998) ukazují, že volatilitu kurzu lze ve střednědobém horizontu ve vyspělých ekonomikách do velké míry vysvětlit pohyby makroekonomických veličin.⁸ Pokusíme-li se o podobnou analýzu s daty z ledna 1999 až března 2004 pro 5 nejvyspělejších nových členských zemí (Česká republika, Maďarsko, Polsko, Slovensko a Slovinsko = země skupiny F), výsledky jsou mnohem méně uspokojivé. Vztahy mezi kurzovou volatilitou a makroekonomickými veličinami jsou v kratším období nejen nestabilní a slabé, což potvrzuje teoretické závěry z (Evans – Lyons, 2004), ale zároveň mezi nimi nejsou teoreticky očekávané vztahy.

Kurzovou volatilitu počítáme jako standardní odchylku rozdílu mezi skutečnou hodnotou kurzu a průměrným čtvrtletním kurzem dané země vůči euru s použitím měsíčních dat (tj. dostaneme jedno pozorování pro jedno čtvrtletí). Z makroekonomických veličin vybíráme korelaci hospodářských cyklů, korelaci růstu peněžní zásoby, inflačních a úrokových diferenciálů. Všechny tyto veličiny počítáme jako rozdíl mezi procentním růstem dané veličiny v nové členské zemi vůči eurozóně.⁹ Vzhledem k nestabilitě odhadů

⁷ Za rok 2004 byla průměrná inflace poprvé jednociferná; její hodnota byla 8,6 %.

⁸ Horváth (2005b) tuto analýzu rozšiřuje o vliv měnových režimů.

GRAF 1 Makroekonomické veličiny a kurzová volatilita



zdroje: CD-ROM IMF-IFS; výpočty autorů

determinant kurzové volatility prezentujeme výsledky v *grafu 1*. Pro přehlednost je skrze výsledných 105 pozorování protnuta křivka získaná Nadarayaovou-Watsonovou regresí.

Z výsledků lze vyčíst, že existuje mírná negativní závislost mezi korelací hospodářských cyklů a kurzovou volatilitou. Tedy: čím více jsou zkorelovány hospodářské cykly mezi novou členskou zemí a eurozónou, tím méně je volatilní jejich kurz. To poukazuje mimo jiné na důležitost naplnění kritérií optimálních měnových zón před přijetím společné měny (Horváth – Komárek, 2002). U ostatních veličin je vztah vůči kurzové volatilitě nejednoznačný.

3. Hlavní determinanty měnových kurzů před přistoupením k eurozóně¹⁰

Pro analýzu hlavních determinant měnových kurzů v procesu završování kurzové konvergence tranzitivních zemí k zemím eurozóny je prioritní sledovat jak vývoj nominálního, tak reálného měnového kurzu v krátkém

⁹ Pokud je frekvence některé veličiny měsíční, zprůměrnujeme ji na frekvenci čtvrtletní.

¹⁰ S analýzou determinant kurzových pohybů úzce souvisí problematika dopadů kurzového vývoje v tranzitivních ekonomikách na jednotlivé subjekty (domácnosti a firmy) a jednotlivé roviny v ekonomice (makroekonomická a mikroekonomická). Apresiasi měnového kurzu je dobrou zprávou pro domácnosti a převážně importně založené firmy, kterým se zlevní dovozené, dovozy atd. Pro exportně orientované firmy však tento vývoj představuje riziko finančních ztrát, nebo dokonce odchodu z odvětví. V teoretické rovině souvisí tento problém s tzv. hysterezním efektem měnového kurzu, kdy šoková revalvace měnového kurzu může poškodit firmy v odvětví tak, že i v případě zpětné kurzové korekce (zpětný devalvační pohyb) nedojde k navrácení k původnímu stavu firem v odvětví. Dopady kurzového vývoje mohou být nepřímo zmírněny také chováním firem, které musejí mít možnost zajistit se proti kurzovému riziku (signálem pro ně bude právě zdůrazňování cenové, resp. finanční stability, nikoli stability měnového kurzu – zejména u zemí uplatňujících režim cílování inflace spolu s režimem řízeného floatingu).

a střednědobém horizontu, včetně fundamentálních faktorů ovlivňujících jejich vývoj. Z definice reálného měnového kurzu ($R = E \cdot P^* / P$, kde symbol R označuje reálný měnový kurz, symbol E nominální měnový kurz, symbol P^* zahraniční cenovou hladinu a symbol P domácí cenovou hladinu) totiž jednoznačně vyplývá, že faktory, které ovlivňují reálný měnový kurz, musejí nutně ovlivňovat vývoj nominálního kurzu (zejména ve středním a delším období), a také to, že faktory ovlivňující nominální kurz zároveň ovlivňují vývoj reálného měnového kurzu (zejména v krátkém období). Frait a Komárek (1999a,b) obecně rozdělili faktory ovlivňující reálný měnový kurz na ty, které působí na obchodní a které působí na neobchodní sektor. Docházejí k závěru, že příčinou systematické proměnlivosti reálného měnového kurzu pro obchodní zboží je vývoj národních úspor a investic, směnných poměrů a světové reálné úrokové sazby. Dále analyzují nabídkové a poptávkové faktory, které způsobují reálné zhodnocování měnového kurzu v tranzitivních ekonomikách. Mezi *nabídkové faktory* řadí Balassův-Samuelsonův efekt, hypotézu relativního vybavení zemí výrobními faktory, problematiku pokrytí nákladů na rozvoj síťových a regulovaných odvětví a syndrom tzv. holandské nemoci. Mezi *poptávkové faktory* pak začleňují velikost důchodové elasticity poptávky po neobchodním zboží a kapitálový příliv po uvolnění finančního (kapitálového) účtu.

3.1 Základní fundamentální determinanty

Detailní diskuzi nad působením jednotlivých fundamentálních faktorů na reálný měnový kurz lze najít v často citovaných dílech, např. (Faruquee, 1995), (MacDonald, 1997), (Clark – MacDonald, 1998), z novějších prací pak např. v (Frait – Komárek, 1999a,b, 2001) nebo (Ěgert, 2003a). Vyšší růst *průměrné produktivity* domácí země oproti zemi zahraniční zřejmě povede k vyšší domácí inflaci,¹¹ a tedy k apreciaci reálného měnového kurzu. Navíc, růst produktivity může být zachycen také v apreciaci nominálního měnového kurzu nebo také v apreciaci obou složek reálného měnového kurzu. Apreciální tlaky by měly být vyvolány také silným *přílivem přímých zahraničních investic* (coby důsledkem privatizace státního majetku nebo budování nových investičních projektů), které napomáhají rychlé restrukturalizaci především v oblasti sektoru obchodovatelného zboží. Růst hodnoty domácí měny v delším časovém období (reálná apreciace) by měl přinést i růst *čistých zahraničních aktiv* domácí země, např. rozšířením množství zahraničních aktiv vlastněných rezidenty. Další fundamentální proměnnou jsou tzv. *externí směnné relace*, definované jako podíl exportních a importních cen domácí země. Pokud dojde k jejich zlepšení, pak za jinak nezměněných podmínek domácí ceny vzrostou, což povede k apreciaci reálného měnového kurzu. Atraktivnost domácí měny na mezinárodních trzích se odráží rovněž v *reálném úrokovém diferenciálu*, který primárně ovlivňuje reálný měnový kurz přes jeho nominální dimenzi, tj. nominální měnový kurz. Pokud domácí ekonomika vykazuje kladný reálný úrokový diferenciál (a také pokud došlo k jeho růstu), pak vzroste poptávka po domácí měně,

¹¹ Důležitým hlediskem je dále rozlišení tržních a regulovaných komponent inflace.

její hodnota vzroste (měna nominálně apreciuje), což povede opět k apreciaci jejího reálného kurzu. Kladný úrokový diferenciál by však z logiky podmínky nekryté úrokové parity měl vést k formulaci očekávání budoucího oslabení měnového kurzu. Rovněž pokud bude ekonomika vystavena vysokému *poměru zahraničního dluhu k HDP*, důvěra v domácí měnu se sníží, což povede k depreciaci nominálního a posléze reálného měnového kurzu. Mezi další nejčastěji sledované proměnné řadíme otevřenost ekonomiky (součet exportu a importu dané země k HDP) a podíl investic, vládní a soukromé spotřeby na HDP.

3.2 Způsob provádění měnové a fiskální politiky

Měnová politika ovlivňuje vývoj měnového kurzu přímo, a to samotnou volbou kurzového režimu a mírou využívání devizových intervencí, a nepřímo, a to praktickým prováděním měnové politiky. Zvolený kurzový režim tedy předurčuje, zda bude měnový kurz „pomáhat“ reálnému zhodnocování/znehodnocování nebo zda se bude reálný kurz pohybovat pouze přes pohyby v cenových hladinách – blíže např. (Halpern – Wyplosz, 2001) nebo (Dobrynsky, 2001). Argumentace centrálních bank pro provádění devizových intervencí vychází ze dvou základních důvodů. Prvním je oslabit měnový kurz nepodložený fundamentálními determinanty, který u inflaci cílujících ekonomik znamená riziko významného podstřelení či přestřelení zveřejněného inflačního cíle. Druhým je snížení „neadekvátní“ volatility měnového kurzu, tj. kurzových bublin. Ty ohrožují nejen stabilitu podnikatelského prostřední na mikroúrovni, ale také přenos zvýšené kurzové volatility do zvýšené volatility inflace. Poučné závěry ze zkušeností zemí cílujících inflaci a využívajících devizové intervence obsahuje přehledová studie Geršla (2004). Eliminovat „nezdravou“ apreciaci nominálního měnového kurzu tranzitivních ekonomik může dohoda s vládou o sterilizaci přílivu kapitálu, používání úrokové sazby jako hlavního nástroje monetární politiky s přihlédnutím k celkovému ekonomickému vývoji a/nebo používání devizové intervence (dostatečně velké a poměrně překvapivé) se zdůvodněním opírajícím se o splnitelnost inflačního cíle. Dále je na zvážení měnových autorit, zda budou v procesu kurzové integrace následovat tzv. švédský vzor, který spočívá v ex ante zveřejnění pravidel pro provádění devizových intervencí.

Fiskální politika ovlivňuje měnový kurz zprostředkovaně, zejména tím, jaká je její koordinace s politikou monetární a jak respektuje tzv. Tinbergenovo pravidlo nástrojů a cílů hospodářské politiky.¹² Fiskální expanze by měla za jinak nezměněných podmínek vést k nominální a posléze reálné depreciaci měnového kurzu, neboť větší zadlužování ekonomiky, ať již z hlediska stavů (dluh), nebo toků (deficit), vede k růstu kurzového rizika; to se

¹² Z Tinbergenova pravidla nástrojů a cílů hospodářské politiky (Tinbergen, 1952) vyplývá, že mířit na dva vzájemně závislé cíle měnové politiky jedním nástrojem (změnou úrokových sazeb) není dlouhodobě možné. Pokud by k tomuto scénáři skutečně docházelo, tj. centrální banka cílující inflaci by dala veřejnosti najevo svoji exaktní představu o „žádané“ hodnotě měnového kurzu, vystavila by se zároveň riziku silných nekrytých spekulací a vzniku tzv. morálního hazardu. Pravdivost výše uvedeného scénáře byla historicky ověřena krizí ERM z tzv. „černého podzimu“ roku 1992 – blíže viz (Frait, 1993).

projeví v růstu celkové rizikové premie a ta bude působit jako argument pro zvýšení úrokových sazeb. MacDonald a Ricci (2003) uvádějí, že úsilí o zlepšení fiskální pozice dané země se projeví v depreciaci měnových kurzů, neboť dojde k redukci privátních úspor. Tento efekt se zdá být relativně silnější, pokud ve fiskální reformě převažuje redukce vládních výdajů nad růstem daňové kvóty.¹³ Vzhledem k tomu, že podle pravidel *Paktu stability a růstu* vznikla ihned po vstupu do EU povinnost veřejných financí směřovat strukturální deficit (tj. očištěný o cyklické vlivy) k nule,¹⁴ měl by být manévrovací prostor fiskální politiky po vstupu do EU významně zúžen. To by mělo přispět k vyšší fiskální disciplíně vlád nových členských zemí. Mongardini (1998) využívá ukazatel podílu fiskálního deficitu k měnové bázi zpožděné o jedno období a ukazuje, že při využívání režimu volného měnového kurzu vede růst daného ukazatele k růstu domácí poptávky po neobchodním zboží; jeho cena tím vzroste, což se posléze projeví v reálné apreciaci měnového kurzu. Z obecného pohledu je rovněž důležité upozornit na to, že dlouhodobější úspěšné fungování systému fixního měnového kurzu není slučitelné s deficitní fiskální politikou, která způsobuje nadměrný růst domácí poptávky.¹⁵

3.3 Exogenní šoky

Kurzové tlaky mohou být vyvolány působením asymetrických šoků (zejména z vnějšího prostředí), které vedou ke změně vnímání rizika země a k možnému odlivu kapitálu. Proto je pro tranzitivní země prioritní postupná synchronizace jejich hospodářských cyklů se zeměmi EU/eurozóny a snižování rizik plynoucích z nenaplnění podmínek optimální měnové oblasti. K tomu by mělo docházet tím více, čím intenzivněji jsou ekonomiky měnové oblasti obchodně a majetkově propojeny a čím podobnější jsou strukturální charakteristiky dílčích regionů. Výsledky analýzy cyklické a strukturální sladěnosti s eurozónou nevyznívají pro českou ekonomiku příznivě. Korelace hospodářských cyklů s eurozónou dosahuje relativně nízkých hodnot (Horváth, 2005a) a patrná je rovněž přetrvávající výrazná strukturální odlišnost. V oblasti mezinárodních vztahů vycházejí výsledky pro Českou republiku již mnohem příznivěji. Obchodní integrace a struktura mezinárodního obchodu je již na úrovni ekonomik EU. Zřejmé je to zejména u údajů o obchodní výměně se zeměmi EU, kde podíl vývozu a dovozu na celkových vývozech a dovozech se pohybuje v řádu 60–70 % při velmi vysoké obchodní otevřenosti české ekonomiky. Ze zemí EU také přichází nejvíce přímých zahraničních investic. Vzhledem k uvedeným trendům lze předpokládat po-

¹³ Redukce vládní spotřeby má větší dopad na sektor neobchodního zboží než nepřímá redukce privátních výdajů vyvolaná efektem zvýšení daní.

¹⁴ Tento požadavek je vynucován ostatními členskými zeměmi EU a Evropskou komisí v procesu tzv. *peer pressure* v rámci procedur Paktu stability a růstu a tlakem finančních trhů (hrozba zhoršení ratingu země a zvýšení nákladů financování dluhu). Nicméně nedávné rozvolnění Paktu stability a růstu přijaté na zasedání ECOFIN 22.–23. 3. 2005 vnáší nemalé obavy nad budoucí disciplínou a ochotou evropských autorit dané země postihovat.

¹⁵ Obdobné důsledky má i nepodložený mzdový vývoj, tj. situace, kdy národohospodářská produktivita roste pomaleji než růst nominálních mezd v ekonomice.

měrně rychlé dovršení cyklické i strukturální konvergence České republiky. Obdobné závěry platí rovněž pro ostatní nové členské země.

3.4 Stabilita finančního sektoru

Nezanedbatelným faktorem úspěšné kurzové konvergence je rovněž posouzení připravenosti finančního sektoru České republiky a ostatních tranzitivních ekonomik na zavedení jednotné měny a identifikace faktorů, které by mohly vést ke zvýšení rizik spojených s tímto krokem. Schopnost ekonomiky absorbovat asymetrické šoky je kromě flexibility fiskální politiky a pružnosti trhu práce ovlivněna i silou a stabilitou finančního sektoru. Proces reálné konvergence je významně ovlivněn mj. existencí silného finančního sektoru schopného na základě tržních signálů alokovat úspory do produktivních investic. V případě rychlého „přelévání“ kapitálu je základní podmínkou udržitelného hospodářského růstu právě silný finanční sektor. Dokumentací tohoto tvrzení je např. vývoj a průběh měnových krizí v 90. letech minulého století, zejména asijské krize z roku 1997. Lze však zobecnit, že změny měnového kurzu stály téměř za všemi finančními krizemi (krize bankovní, dluhové a měnové), tj. např. i za švédskou bankovní krizí v roce 1992, krizí ERM v roce 1992, ruskou krizí v roce 1998 nebo poslední argentinskou krizí z roku 2001. Tato rizika jsou navíc prohloubena především vnímáním tzv. nově se rozvíjejících trhů, kde se měnová krize v jednom regionu může rychle šířit i do regionů dalších. Nové členské (kandidátské) země disponují z tohoto hlediska geografickou výhodou a odlišnou exportní orientací od finančně nestabilních teritorií ve východní Asii nebo Latinské Americe. Efekt tzv. přelévání či nákazy je tímto snižován. Česká republika i ostatní nové členské země EU dosáhly oproti začátku 90. let velkého pokroku v budování stability finančního sektoru (ČNB, 2005).

4. Problematika nastavení optimální centrální parity pro vstup do ERM2

Významným makroekonomickým a měnovým parametrem při vstupu do kurzového mechanismu ERM2 bude stanovení centrální parity měnového kurzu a posléze, při zafixování kurzu v rámci jednotné měny, stanovení tzv. konverzního poměru. Na adekvátní volbě centrální parity a konverzního poměru do značné míry závisí nastavení počátečních měnových podmínek pro nového člena eurozóny, a tím i existence případných rizik z příliš nadhodnocené či podhodnocené měny. Nesplnění této podmínky by mohlo vyústit ve vyšší než optimální inflaci (danou inflačním cílem) nebo ve zpomalení růstu ekonomiky pod úroveň potenciálního výstupu, a to až do doby, kdy se reálný měnový kurz přizpůsobí své rovnovážné úrovni. Při absenci nominálního kurzu jako možného kanálu by mohlo být toto přizpůsobení relativně pomalé a ve formě ztraceného výstupu pro ekonomiku i nákladné.

Při rozhodování o centrální paritě v ERM2 by měly autority vzít v úvahu odhady trajektorie rovnovážného reálného kurzu a pravděpodobný vývoj kurzu v rámci kurzového mechanismu ERM2.¹⁶ V české ekonomické obci se

problematicke modelování tzv. *rovnovážných měnových kurzů*, z hlediska různých metodologických přístupů, věnovaly zejména práce (Lazarová – Kreidl, 1997), (Šmídková, 1998), (Šmídková a kol., 2002), (Frait – Komárek, 1999a,b; 2001), (Komárek – Melecký, 2004), (Cincibuch – Podpiera, 2004), (Šmídková – Bulíř, 2004). Uvedené přístupy mohou být v současné době využity jak pro diskuzi o nadhodnocení/podhodnocení měnového kurzu, tak pro zmiňovanou diskuzi nalezení „optimální“ úrovně centrální parity v ERM2 a nalezení nejvhodnějšího přepočítacího kurzu národních měn k euru.¹⁷

Pravděpodobný vývoj kurzu v rámci kurzového mechanismu ERM2 bude ovlivňován následujícími vlivy:

(1) ***Předpokladem o době setrvání v kurzovém mechanismu.*** Vývoj nominálního kurzu bude s přibližujícím se datem vstupu do eurozóny (tj. s pravděpodobně se snižujícím rizikem změny centrální parity) stále více ovlivňován podmínkou tzv. nekryté úrokové parity. Vývoj kurzu tedy bude záviset na nastavení úrokových sazeb centrální bankou a na výši rizikové premie. Proto je důležité, aby autority jasně deklarovaly cílové datum pro zavedení eura. Nejistota o časovém rámci přechodu na jednotnou měnu může působit kontraproduktivně a mohla by v konečném důsledku vyvolat – zejména v případě nekonzistence s jinými hospodářskými politikami – problémy s tímto typem kurzového režimu. Vzhledem k tomu, že samotná účast v ERM2 nevede – na rozdíl od nezvratitelného zafixování kurzu v rámci měnové unie – k eliminaci rizika měnových turbulencí, je účast v mechanismu ERM2 chápána jen jako „brána“ nebo „test“ pro přistoupení k eurozóně. Za optimální dobu pro Českou republiku (rovněž obecněji: pro inflaci cílující ekonomiku) považujeme dobu minimálního vyžadovaného setrvání v ERM2, tj. dobu dvou let. Relevantní ekonomickou diskuzí může být rovněž otázka změny měnověpolitického režimu při vstupu ekonomiky cílující inflaci do ERM2.

(2) ***Legislativním a institucionálním uspořádáním kurzového mechanismu ERM2*** (a v širším pohledu rovněž částí Smlouvy o EU upravující systém koordinace hospodářských politik). Kurzovou trajektorii v ERM2 budou ovlivňovat především požadavky na plnění kurzového konvergenčního kritéria. Hodnocení stále zohledňuje dřívější standardní „užší“ flukтуаční pásmo v kurzovém mechanismu ERM ($\pm 2,25$ % od centrální parity), které však rozlišuje mezi porušením tohoto pásma směrem k posílení nebo oslabení kurzu. Se současným pravidlem hodnocení kurzového maastrichtského kritéria není konzistentní výrazná devalvace centrální parity a rovněž výraznější depreciace měnového kurzu (o více než 2,25 %) může být vyhodnocena jako nesplnění kritéria. Trajektorii měnového kurzu v ERM2 po období dvou let před vstupem do eurozóny (vzhledem k časovému testu kritéria) lze tedy očekávat buď v těsné blízkosti centrální parity, nebo „na apreciační“ straně kurzového pásma. Revalvace centrální parity je však v tomto

¹⁶ Série článků o kurzové konvergenci diskutovala především otázku pravděpodobné trajektorie kurzu v ERM2 (Čech – Komárek, 2002a, 2002b).

¹⁷ Potvrzením tohoto postupu jsou i snahy expertů centrálních bank nových členských zemí, které zpracovávají národní hospodářskopolitické strategie přechodu na euro. V Maďarsku jde např. o práci (Csajbók – Csermely, 2002), v Polsku o práci (Borowski – Brzoza-Brezina – Szpunar, 2002).

období možná. Konverzní poměr nemůže být výrazně „slabším“ kurzem vůči euru než byla centrální parita v ERM2.

(3) **Nastavením centrální parity¹⁸ vzhledem k tržnímu kurzu.** Zkušenosti zemí se vstupem do kurzového mechanismu ukázaly (Čech – Komárek, 2002a,b), že centrální parita byla stanovena v bezprostřední blízkosti tržního kurzu. Stanovení centrální parity jiným způsobem přináší riziko tzv. konvergenční hry. Alternativně může dojít u tržních subjektů k fundamentálně nepodloženému posunu vnímání rovnovážného měnového kurzu. V případě stanovení relativně „slabšího“ tržního kurzu oproti centrální paritě existuje riziko relativně rychlé apreciace směrem k centrální paritě, popř. k problémům s plněním kurzového kritéria. V opačném případě „silnějšího“ tržního kurzu může vzniknout problém s nedostatkem „prostoru“ pro případnou apreciaci měnového kurzu. To by mohlo implikovat nutnost intervencí na hranici kurzového pásma či potřebu revalvace centrální parity – blíže rovněž prosincový poziční dokument ECB (2003).

(4) **Trajektorii reálného měnového kurzu.** Zkušenosti transformujících se ekonomik ukazují, že existují poměrně velké nejistoty o poměru, v němž se reálná apreciace bude realizovat kurzovým nebo inflačním kanálem. Zřejmé však je, že proces reálné konvergence tranzitivních zemí bude doprovázen relativně razantní apreciací reálného kurzu. V předpokládaném horizontu dvou let před přistoupením k eurozóně budou muset kandidáti zavedení eura rovněž splnit ostatní maastrichtská konvergenční kritéria. Konvergence v míře inflace implikuje relativně nízký inflační diferenciál oproti zemím eurozóny po dobu jednoho roku před vyhodnocením kritérií. V tomto období (zhruba 1 až 2 roky před vstupem do eurozóny) lze očekávat, že se reálná apreciace bude projevovat především apreciací nominálního kurzu v rámci pásma mechanismu ERM2.

5. Závěr

V minulém desetiletí se měnověpolitické strategie současných kandidátů na zavedení eura často výrazně odlišovaly. Je patrné, že s blížícím se datem vstupu do ERM2 a zavedení eura vzrůstá v těchto zemích důležitost kurzových strategií. Estonsko, Litva a Slovinsko vstoupily do ERM2 již v červnu 2004, Lotyšsko, Kypr a Malta v květnu 2005. Splnění kurzového kritéria (výrazně nedevalvační vývoj kurzu v ERM2 minimálně po dobu dvou let) a nezvratitelné zafixování kurzové parity k euru budou nutnými předpoklady, vedle splnění ostatních maastrichtských kritérií, pro zavedení jednotné evropské měny.

Z národními autoritami prezentovaných kurzových strategií vyplývá, že společným jmenovatelem předvstupní kurzové politiky bude pravděpodobně

¹⁸ S blížícím se termínem vstupu do eurozóny je nutné počítat i s lobbingem různých zájmových skupin z řad exportérů, ale i importérů při stanovování centrální parity a přepočítacího koeficientu měn nových členských zemí k euru. Evidentně nižší cenová hladina v nových členských zemích vzhledem k zemím eurozóny bude hovořit pro „silnější zafixování“, naopak zájmové skupiny exportérů budou argumentovat pro „slabší zafixování“ a vyrovnání cenových hladin přes dovezenou inflaci.

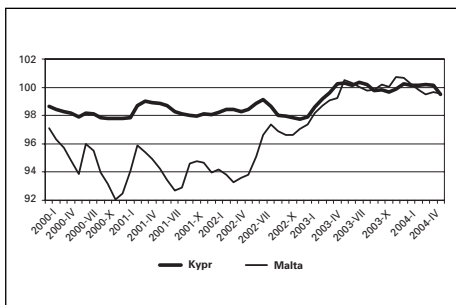
politická preference rychlejší varianty zavedení eura před variantou pomalejší a splnění kurzového kritéria (minimálně dvouleté účasti v ERM2) nejlépe se současným kurzovým režimem. Tento záměr však může být, v určitých podmínkách, komplikací pro ekonomiky cílující inflaci (dosažení dvou cílů – inflačního cíle a závazku pohybu měnového kurzu v ERM2). Z analyzovaných kurzových volatilit rovněž vyplývá, že všechny země „desítky“ nových členských zemí by kurzové kritérium v námi sledovaném období splnily, i když v případě Polska docházelo k silným apreciačním tlakům. Toto však byla pouze parciální analýza, která nebrala do úvahy ostatní proměnné hospodářské politiky v období těsně před vstupem do eurozóny.

Identifikovali jsme několik obecných determinant, které by měly hlavní měrou ovlivňovat vývoj nominálního měnového kurzu nových členských zemí před vstupem do eurozóny. Jedná se zejména o vývoj základních fundamentálních determinant ekonomiky (vývoj národohospodářské produktivity, přímých zahraničních investic, čistých zahraničních aktiv, směnných poměrů, úrokového a inflačního diferenciálu atd.), způsob provádění měnové a fiskální politiky, zranitelnost hospodářství exogenními šoky a stabilitu finančního sektoru. Rovněž jsme ukázali, že čím více jsou zkorelovány hospodářské cykly mezi novou členskou zemí a eurozónou, tím méně volatilní je jejich měnový kurz. To poukazuje mimo jiné na důležitost naplnění kritérií optimálních měnových zón před přijetím společné měny. Úspěšnost přistoupení do kurzového mechanismu ERM2 bude záviset především na správné volbě nastavení počátečních měnových podmínek pro nového člena eurozóny, a tím i na existenci případných rizik z příliš nadhodnocené či podhodnocené měny. Nesplnění těchto podmínek by mohlo vyústit ve vyšší než optimální inflaci nebo ve zpomalení ekonomiky pod růst potenciálního výstupu, a to až do doby, kdy se reálný měnový kurz přizpůsobí své rovnovážné úrovni. Při absenci nominálního kurzu jako možného kanálu by toto přizpůsobení bylo relativně pomalé a ve formě ztraceného výstupu pro ekonomiku nákladné. Při rozhodování o centrální paritě v ERM2 by měly autority vzít v úvahu odhady trajektorie rovnovážného reálného kurzu a pravděpodobný vývoj kurzu v rámci kurzového mechanismu ERM2.

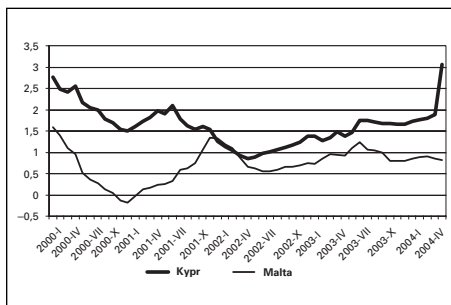
PŘÍLOHA 1

Vývoj nominálních měnových kurzů^a a úrokových diferenciálů nových členských (kandidátských) zemí EU^b

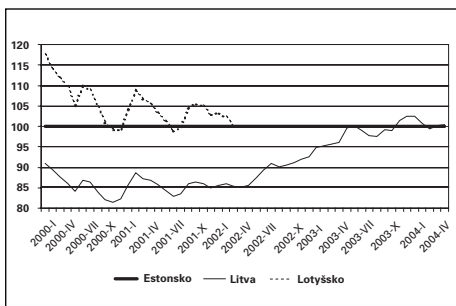
GRAF P1a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny E (Kypr, Malta) vzhledem k eurozóně



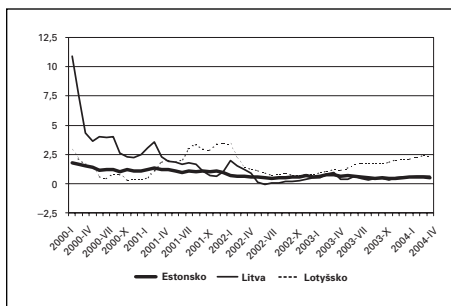
GRAF P1b Vývoj úrokových diferenciálů zemí skupiny E (Kypr, Malta) vzhledem k eurozóně



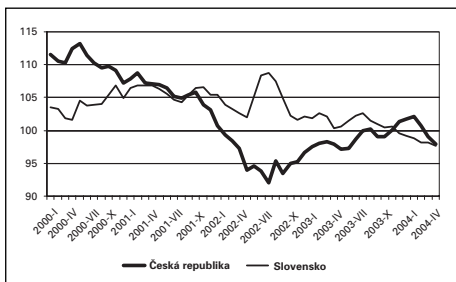
GRAF P2a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny E (Estonsko, Litva, Lotyšsko) vzhledem k eurozóně



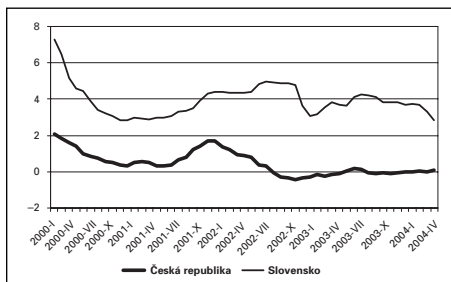
GRAF P2b Vývoj úrokových diferenciálů zemí skupiny E (Estonsko, Litva, Lotyšsko) vzhledem k eurozóně



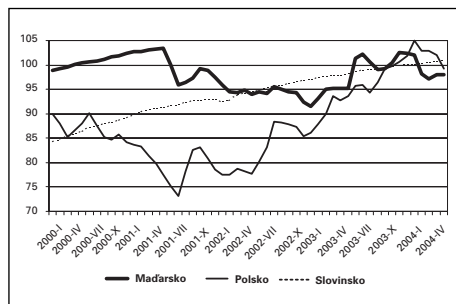
GRAF P3a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny F (Česká republika, Slovensko) vzhledem k eurozóně



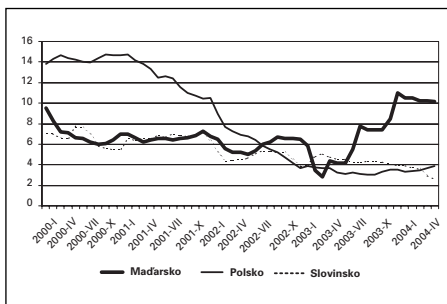
GRAF P3b Vývoj úrokových diferenciálů zemí skupiny F (Česká republika, Slovensko) vzhledem k eurozóně



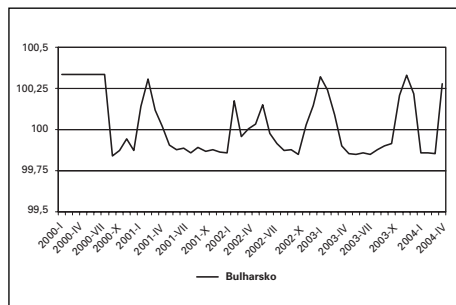
GRAF P4a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny F (Maďarsko, Polsko, Slovinsko) vzhledem k eurozóně



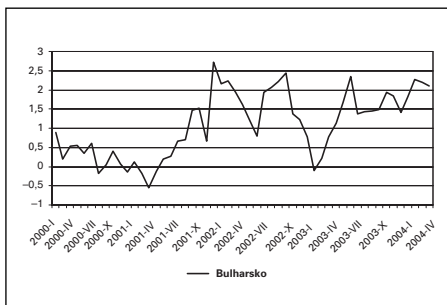
GRAF P4b Vývoj úrokových diferenciálů zemí skupiny F (Maďarsko, Polsko, Slovinsko) vzhledem k eurozóně



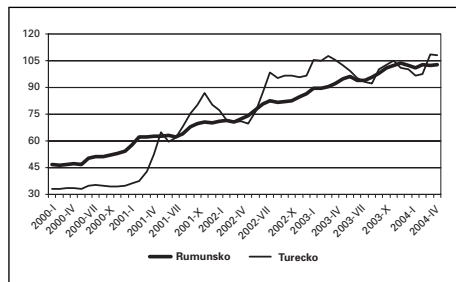
GRAF P5a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny G (Bulharsko) vzhledem k eurozóně



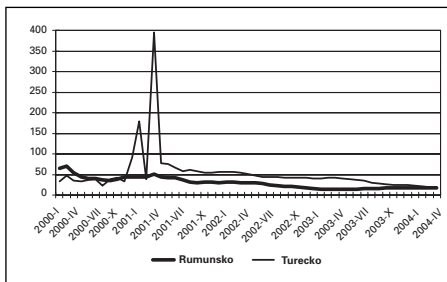
GRAF P5b Vývoj úrokových diferenciálů zemí skupiny G (Bulharsko) vzhledem k eurozóně



GRAF P6a Vývoj nominálních měnových kurzů zemí skupiny G (Rumunsko, Turecko) vzhledem k eurozóně



GRAF P6b Vývoj úrokových diferenciálů zemí skupiny G (Rumunsko, Turecko) vzhledem k eurozóně



poznámky: ^a Jde o odchylku od centrální parity kurzu dané měny oproti ECU/EUR. Definice centrální parity je uvedena v části 3 článku.

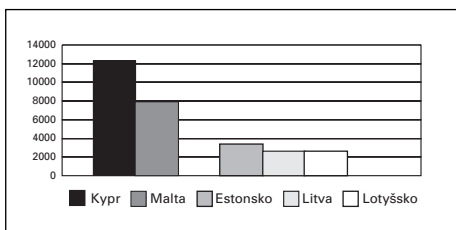
^b Údaje mohou posloužit pro porovnání s alternativním měřítkem vykazování ekonomické úrovně, a to podle parity kupní síly (PPP).

zdroje: CD-ROM IMF-IFS; Eurostat; výpočty autorů

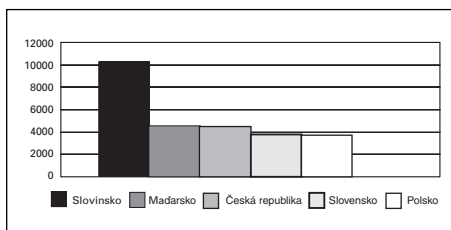
PŘÍLOHA 2

Vývoj ekonomické úrovně^a

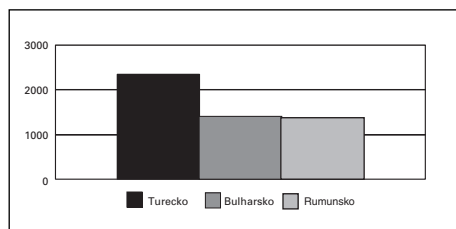
GRAF P7 Vývoj ekonomické úrovně (HDP na 1 obyvatele) zemí skupiny E v EUR v roce 2003 (v cenách roku 1995)



GRAF P8 Vývoj ekonomické úrovně (HDP na 1 obyvatele) zemí skupiny F v EUR v roce 2003 (v cenách roku 1995)



GRAF P9 Vývoj ekonomické úrovně (HDP na 1 obyvatele) zemí skupiny G v EUR v roce 2003 (v cenách roku 1995)



poznámka: ^a Údaje mohou posloužit pro porovnání s běžnějším měřítkem vykazování ekonomické úrovně, a to podle parity kupní síly (PPP).

zdroje: Eurostat; výpočty autorů

PŘÍLOHA 3

Programy PEP z roku 2002 – cíle kurzových politik kandidátských zemí a uvažované datum vstupu do ERM2 a eurozóny

	ZEMĚ	KURZOVÝ REŽIM	PŘISTOUPENÍ K EUROZÓNE	ÚČAST V ERM II	UVAŽOVANÉ ZMĚNY KURZOVÝCH REŽIMŮ
S K U P I N A E	ESTONSKO	měnový výbor (EUR)	nespecifikováno v PEP	nespecifikováno v PEP	nespecifikováno v PEP
	LITVA	měnový výbor (EUR)**	nespecifikováno v PEP	nespecifikováno v PEP	nespecifikováno v PEP
	LOTYŠSKO	fixní kurz (SDR)	nespecifikováno v PEP	„po přistoupení či později“	účast v ERM II je považována za možnost vedoucí k aktivnější „měnové politice“
	KYPR	fixní kurz vůči euru s širokým flukuačním pásmem a „měkkým“ vnitřním pásmem *	co nejdříve po přistoupení k EU	v době přistoupení k EU	nespecifikováno v PEP
	MALTA	fixní kurz vůči měnovému koši (podle podílu zemí na zahraničním obchodu)	nespecifikováno v PEP (reference k současnému dialogu mezi vládou a centrální bankou)	nejbližší možný termín po přistoupení k EU	zachování fixního kurzu, zvýšení podílu eura v měnovém koši
S K U P I N A F	ČESKÁ REPUBLIKA	řízený plovoucí kurz	nespecifikováno v PEP	standardní flukuační pásmo	udržení řízeného plovoucího kurzu, úsilí neutralizovat příliv privatizačního kapitálu
	MAĎARSKO	fixní kurz s pásmem +/- 15 % (euro)	„co nejdříve po přistoupení k EU“	po přistoupení k EU	nespecifikováno v PEP
	POLSKO	plovoucí kurz	nespecifikováno v PEP (po publikování PEP: zpráva o zaměření politik ke splnění maastrichtských kritérií v r. 2005)	po přistoupení	jako výzva identifikováno nalezení optimální kurzové parity v ERM2
	SLOVENSKO	řízený plovoucí kurz	nespecifikováno v PEP	po přistoupení	nespecifikováno v PEP
	SLOVINSKO	řízený plovoucí kurz	jakmile to bude možné po přistoupení k EU	nespecifikováno v PEP	beze změny
S K U P I N A G	BULHARSKO	měnový výbor (euro)	nespecifikováno v PEP	účast, avšak udržení měnového výboru	zachování měnového výboru
	TURECKO	plovoucí kurz	nespecifikováno v PEP	nespecifikováno v PEP	uvažovaná změna: fixní kurz (koš EUR/USD, po roce 2004 EUR)
	RUMUNSKO	řízený plovoucí kurz s referenční měnou USD	nespecifikováno v PEP	nespecifikováno v PEP	změna k euru jako referenční měně

vysvětlivky: * Kyperská libra byla od roku 1992 navázána na ECU, od 1. ledna 1999 je navázána na euro. Od 1. 1. 2001 je stanovena centrální parita na úrovni 1 CYP = 1,7086 EUR s flukuačním pásmem + 15 %. Kurz je velmi stabilní a zatím nikdy nevybočil ani z úzkého pásma + 2,25 %.

** Od 2. 2. 2002 přešla Litevská centrální banka z ukotvení svého měnového výboru od dolaru (kurz byl do tohoto data 4 LIT/USD) k euru (kurz 3,4538 LIT/EUR).

zdroje: předvstupní hospodářské programy; Bloomberg

PŘÍLOHA 4

Konvergenční programy nových členských zemí z roku 2004 – cíle kurzových strategií a uvažované datum vstupu do ERM2 a eurozóny

ZEMĚ		KURZOVÝ REŽIM K ČERVNU 2004	PŘISTOUPENÍ K EUROZÓNĚ	ÚČAST V ERM II	UVAŽOVANÉ ZMĚNY KURZOVÝCH REŽIMŮ
S K U P I N A E	ESTONSKO	měnový výbor (EUR)	tak rychle, jak jen to bude možné, nejdříve v roce 2006	vstoupilo do ERM II 27. června 2004 s pásmem +/-15 % od centrální parity	NE
	LITVA	měnový výbor (EUR)	tak rychle, jak jen to bude možné, nejdříve v roce 2006	vstoupilo do ERM II 27. června 2004 s pásmem +/-15 % od centrální parity	NE
	LOTYŠSKO	fixní kurz (SDR)	nejdříve od 1. 1. 2008	1. 1. 2005	ANO od 1. 1. 2005 bude opuštěna vazba na SDR a bude aplikováno užší flukтуаční pásmo + 2,25 % k EUR
	KYPR	fixní kurz vůči euru s širokým flukтуаčním pásmem a „měkkým“ vnitřním pásmem	do konce roku 2007	zapojit se co nejdříve do mechanismu ERM II	NE
	MALTA	fixní kurz vůči měnovému koši (podle podílu zemí na zahraničním obchodu)	jakmile to umožní ekonomická konvergence	pouze minimální dobu 2 let (podmínkou zapojení je snížení deficitu veřejných financí), a to okamžitě s úzkým flukтуаčním pásmem	nespecifikováno
S K U P I N A F	ČESKÁ REPUBLIKA	řízený plovoucí kurz	lze očekávat přistoupení ČR k eurozóně v horizontu let 2009–2010	viz ČNB (2003)	NE (pokračování režimu plovoucího kurzu a cílování inflace)
	MAĎARSKO	fixní kurz s pásmem +/- 15 % (EUR)	nespecifikováno	nespecifikováno	nespecifikováno
	POLSKO	plovoucí kurz	jakmile to umožní makroekonomické podmínky; zavedení eura přichází v úvahu v letech 2008 až 2009; maastrichtské podmínky by mělo Polsko splnit na konci roku 2007	nespecifikováno (přibližně 2007)	NE (pokračování režimu plovoucího kurzu a cílování inflace)
	SLOVENSKO	řízený plovoucí kurz (EUR)	v letech 2008–2009	v roce 2005 nebo 2006, účast pouze po nezbytně dlouhou dobu	NE (pokračování režimu plovoucího kurzu a cílování inflace)
	SLOVINSKO	řízený plovoucí kurz (EUR)	nejpozději do začátku roku 2007	vstoupilo do ERM II 27. června 2004 s pásmem +/-15 % od centrální parity	NE

zdroj: konvergenční programy nových členských zemí EU

LITERATURA

- BABETSKII, I. – ÉGERT, B. (2005): Equilibrium Exchange Rate in the Czech Republic: How Good is the Czech BEER? *Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance*, vol. 55, 2005, no. 5–6, pp. 232–52.
- BARRELL, R. – HOLLAND, D. – ŠMÍDKOVÁ, K. (2002): Estimates of Fundamental Real Exchange Rates for the Five EU Pre-Accession Countries. *CNB Working Paper Series*, 2002, no. 3.
- BAYOUMI, T. – EICHENGREEN, B. (1998): Ever Closer To Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries. *European Economic Review*, vol. 41, 1998, pp. 761–770.
- BOROWSKI, J. – BRZOZA-BREZINA, M. – SZPRUNAR, P. (2002): *Exchange Rate Regimes and Poland's Participation in ERM II*. National Bank of Poland, 2002.
- BULÍŘ, A. (2005): Liberalized Markets Have More Stable Exchange Rates: Short-Run Evidence from Four Transition Countries. *Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance*, vol. 55, 2005, no. 5-6, pp. 206–31.
- BULÍŘ, A. – ŠMÍDKOVÁ, K. (2004): *Exchange Rates in the New Accession Countries: What Have We Learned from the Forerunners?* Czech National Bank, 2004 – mimeo.
- CINCIBUCH, M. – PODPIERA, J. (2004): Beyond Balassa – Samuelson: Real Appreciation in Tradables in Transition Countries. Praha, *CNB Working Paper*, 2004, no. 9.
- CLARK, P. – MacDONALD, R. (1998): Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs. *IMF Working Paper*, no. WP/98/67, May 1998.
- CORICELLI, F. – JAZBEC, B. – MASTEN, I. (2004): Exchange Rate Pass-through in Acceding Countries: The Role of Exchange Rate Regimes. *CEPR Discussion Papers*, no. 3894.
- CSAJBÓK, A. – CSERMELY, A. (eds.) (2002): Adopting the Euro in Hungary: Expected Benefits, Costs and Tininy. *National Bank of Hungary, Occasional Paper*, 2002, no. 24.
- ČECH, Z. – KOMÁREK, L. (2002a): Kurzová konvergence a vstup do eurozóny I: Existuje pro kandidátské země možnost volby? *Finance a úvěr*, roč. 52, 2002, č. 6.
- ČECH, Z. – KOMÁREK, L. (2002b): Kurzová konvergence a vstup do eurozóny II: Komparace zkušeností členských zemí EU. *Finance a úvěr*, roč. 52, 2002, č. 10.
- Česká národní banka (2005): *Zpráva o finanční stabilitě*.
- DOBRINSKY, R. (2001): Convergence in Per Capita Income Levels, Productivity Dynamics and Real Exchange Rates in the Candidate Countries on the Way to EU Accession. Austria, Laxenburg, *International Institute for Applied Systems Analysis, Interim Report*, 2001, no. IR-01-038.
- ÉGERT, B. (2003): Assessing Equilibrium Exchange Rates in CEE Acceding Countries: Can We Have DEER with BEER without FEER? A Critical Survey of the Literature. *Oesterreichische Nationalbank, Focus on Transition*, 2003, no. 2, pp. 38–106.
- European Central Bank (2003): *Policy Position of the Governing Council of the ECB on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries*. Frankfurt am Main, European Central Bank, 18th December 2003.
- European Commission (2000): *The 2001 Pre-accession Economic Programmes of Candidate Countries: Main Results*. Brussels, EC (DG ECFIN), 2000.
- EVANS, M. D. – LYONS, R. K. (2004): A New Micro Model of Exchange Rate Dynamics. *NBER Working Paper*, no. 10379, March 2004.
- FARUQEE, H. (1995): Long Run Determinants of the Real Exchange Rate: A Stock-flow Perspective. *IMF Staff Papers*, March 1995.
- FRAIT, J. (1993): „Černý podzim“ v ERM. *Finance a úvěr*, roč. 43, 1993, č. 8.
- FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (1999a): *Kapitálové toky a devizový kurz v transformující se ekonomice*, Praha, Nadace Josefa Hlávky a Ekonomický institut Josefa Hlávky, 1999.
- FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (1999b): Dlouhodobé determinanty reálného měnového kurzu české koruny. *Česká národní banka, výzkumná práce*, 1999, č. 9.
- FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (2001): Real Exchange Rate Trends in Transitional Countries. The University of Warwick, Department of Economics, *Warwick Economics Research Papers*, July 2001, no. 596.
- GERŠL, A. (2004): Devizové intervence: teoretická diskuze a vývoj české měny. *Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance*, roč. 54, 2004, č. 3-4.

- GOLDFAJN, I. – VALDÉS, R. (1999): The Aftermath of Appreciation. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114 (February), pp. 229–62.
- HALPERN, L. – WYPLOSZ, CH. (2001): *Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection*. UNECE 2001/1, Chapter 6, pp. 227–239. www.uncece.org/ead/ead_h.htm – occasional papers
- HORVÁTH, R. (2003): Readiness for Euro Adoption: View of Optimum Currency Areas Tudory. *Sborník České společnosti ekonomické*, 2003.
- HORVÁTH, R. (2005a): *Splňuje Česká republika kritéria teorie optimálních měnových zón pro přijetí eura?* Praha, Nadace Josefa Hlávky a Ekonomický institut Josefa Hlávky, 2005.
- HORVÁTH, R. (2005b): Exchange Rate Variability, Pressures and Optimum Currency Area Criteria: Some Evidence from the 1990s. *Applied Economics Letters* – forthcoming.
- HORVÁTH, R. – KOMÁREK, L. (2002): Teorie optimálních měnových zón: rámec k diskuzím o monetární integraci. *Finance a úvěr*, roč. 52, 2002, č. 7-8.
- KOMÁREK, L. – MELECKÝ, M. (2004): *Optimal Timing for the Euro Conversion: Some Estimations for the New EU-Member States*. Material prepared for the internal discussion at the European Central Bank. Frankfurt am Main, 29th October 2004.
- KREIDL, V. – LAZAROVÁ, Š. (1997): Rovnovážný měnový kurz. Praha, *Institut ekonomie ČNB*, výzkumná práce, č. 75.
- MacDONALD, R. (1997): What Determines Real Exchange Rate? The Long and Short of It. *IMF Working Paper*, no. WP/97/21, January 1997.
- MacDONALD, R. – RICCI, L. (2003): Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate for South Africa. *IMF Working Paper*, no. WP/03/44, March 2003.
- MELTZER, A. (1993): Real Exchange Rates: Some Evidence for the Postwar Years. In: Dimensions of Monetary Policy. Proceedings of the Seventeenth Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April 1993.
- MONGARDINI, J. (1998) Estimating Egypt's Equilibrium Real Exchange Rate. *IMF Working Paper*, no. WP/98/5.
- PROCHÁZKA, P. (2004): Nový mechanismus hlasování v Radě guvernérů ECB: pohled zvenčí. *Finance a úvěr – Czech Journal of Economics and Finance*, roč. 54, 2004, č. 3-4, ss. 117–37.
- ŠMÍDKOVÁ, K. (1998): Estimating the FEER for the Czech Economy. *Czech National Bank, Institute of Economics, Working Papers*, no. 87.
- TINBERGEN, J. (1952): *On the Theory of Economic Policy*. Amsterdam, North-Holland Publishing Company, 1952.

SUMMARY

JEL Classification: E58, E52, P20

Keywords: convergence – exchange rate – monetary policy – transition

Exchange-Rate Convergence and Entrance to the Eurozone III

Selected Problems of New Member States

Luboš KOMÁREK – Zdeněk ČECH – Roman HORVÁTH: Česká národní banka

(zdenek.cech@cnb.cz)

(lubos.komarek@cnb.cz)

(roman.horvath@cnb.cz)

The paper contains a general analysis of the exchange rate convergence process of new European Union member states and candidate countries. Following an introduction, we discuss exchange rate strategies applied during periods of economic transition. Emphasis is given to a hypothetical evaluation of the exchange rate criterion. We review the exchange rate strategies of transition countries using an analytical framework similar to the EU member states, and discuss the selected strategies presented in the „Pre-accession Economic Programmes“ and convergence programs. In light of the exchange rate experience of EU-15 countries, we summarize the main determinants of exchange rate movement in transition countries. Finally, we discuss factors which will influence ERM2 accession.